

# Pech voor de portefeuille, goed voor de (trouwe) aandeelhouders



Dirk Peeters  
Privé-belegger, industrieel  
ingenteur chemie

**Gezien wat de koers** van Computacenter heeft gedaan na het verkopen van onze positie in de portefeuille? Het aandeel is op ongeveer 2 maand gestegen met 21%. Blijkbaar zat al het slechte nieuws van de haljaarcijfers al ruimschoots in de koers en kijkt de markt vooruit naar een (betere?) toekomst. De winstverwachtingen werden sindsdien trouwens (zeer) licht opgetrokken. Bij de beslissing om te verkopen vorige keer was er één factor die mij deed twifelen over deze beslissing: de grafiek. Deze was op de lange termijn nog positief. Maar omdat ik niet wou zondigen tegen mijn verkoopcriteria, werd er verkocht.

Om zo'n situatie in de toekomst te vermijden, ga ik 2 eenvoudige regeltjes van de technische analyse toevoegen: indien het 50 daags gemiddelde hoger is dan het 200 daags gemiddelde en de koers ligt boven het 200 daags gemiddelde gaan we niet verkopen. Als aan deze voorwaarden voldaan is, betekent dit dat de langetermijntrend van de aandelenkoers nog steeds positief is. Als niet aan deze voorwaarden voldaan is, betekent dit niet dat we automatisch verkopen. We blijven in eerste instantie de 'fundamentals' bekijken.

**Portefeuille** Bij een stand van de S&P 500 index van 1806 geeft Morningstar de onderstaande grafiek (figuur 1) voor de gemiddelde verhouding (eigenlijk de mediaan) tussen de koersen en de door hen berekende intrinsieke waarden ("fair value") van alle aandelen die ze opvolgen (en waar-deren).

Ondertussen is de koers van Microsoft sterk gestegen (38,36 dollar). De putopties lopen af in januari 2014 (derde vrijdag van de maand). De premie van de putoptie is praktisch niets meer waard. We gaan deze dan ook terugkopen. We voeren het volgende order uit:

CB 3 put MSFT jan 2014 33 aan 0,08 dollar  
(bid = 0,06; ask = 0,08)

Rekening houdend met de wisselkoers (0,732 EUR/USD) en de kosten (5% van de premie) betalen we 18,45 euro.

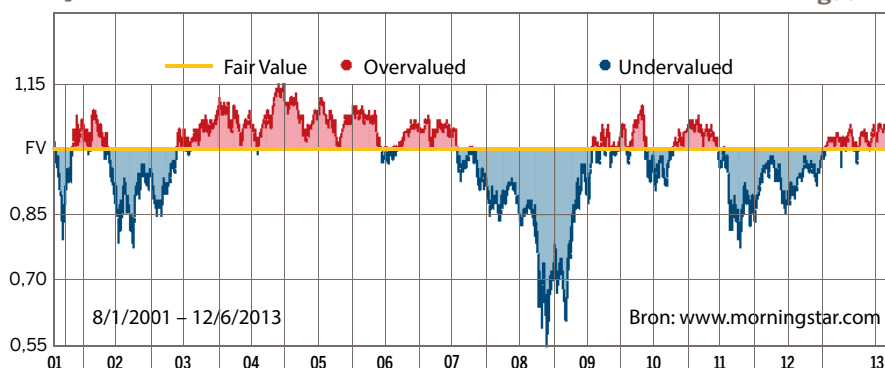
Omdat de waardering van MSFT ondertussen wat opgelopen is (maar nog niet overdreven: het vrije cashflowrendement bedraagt nog altijd 9,4%), gaan we op zoek naar een alternatief (lees goedkoper aandeel) dat aan onze aankoopcriteria voldoet. Het moet gezegd: met de opgelopen marktwaardering is het moeilijk om nog aandelen te vinden die hieraan voldoen. Uiteindelijk heb ik een andere technologiegorilla gevonden met een zeer hoog vrije cashflowrendement, nl. Cisco.

De kerncijfers vind je in tabel 1. Op kwartaalbasis (1ste kwartaal van het boekjaar 2014 eindigend 31 oktober) nam de omzet licht toe. De wpa bleef gelijk, maar de vrije cashflow per aandeel groeide ook licht. De markt is blijkbaar zeer negatief over Cisco (zoals het dat was over Microsoft toen we puts begonnen te schrijven). De verwachte jaarlijkse langetermijngroei, bij een vereist rendement van 15% (!) is slechts

0,22%. Dit terwijl de historische groei over de afgelopen 9 jaren 10% per jaar was. De balansstructuur (veel meer cash dan schulden) en marges zijn zeer goed. Het dividendrendement bedraagt reeds 3% en het dividend is stijgend. De payout (tegenover de vrije cashflow) bedraagt slechts 30%. Is het niet onbegrijpelijk dat een aandeel van zo'n groot bedrijf dat door zeer veel analisten opgevolgd wordt, een dergelijke waardering krijgt in een voor de rest eerder dure aandelenmarkt?

Today's Ratio: 1,03

Figuur 1



## Tabel 1: kerncijfers Cisco

(cijfers Ft.com, ingevuld in onze invulsheet, terug te vinden op de VFB website)

Kerncijfers Cisco	2013
<b>Koers, EUR (1) (in miljoenen)</b>	21
<b>Aantal aandelen (2) (in miljoenen)</b>	5329
<b>Balans</b>	
Rentedragende schulden (3)	16226
Cash + beleggingen op korte termijn (4)	48201
Eigen vermogen (5)	58897
<b>Kasstroomtabel</b>	
Nettocashflow uit bedrijfsactiviteiten (6)	12894
Kapitaaluitgaven (7)	1160
<b>Afgeleide cijfers per aandeel</b>	
Netto financiële schuld per aandeel (fs/a), EUR (8)	-6,00
Enterprise value per aandeel (EV/a), EUR (9)	15,00
Netto cashflow per aandeel (CF/a), EUR (10)	2,42
Kapitaaluitgaven per aandeel (cex/a), EUR (11)	0,22
Vrije cashflow per aandeel (FCF/a), EUR (12)	2,20
Boekwaarde per aandeel (BW/a), EUR (13)	11,05
Geïnvesteed kapitaal per aandeel (IC/a), EUR (14)	5,05
<b>Afgeleide ratio's</b>	
Rendement vrije cashflow op eigen vermogen (FCF/BW), %	19,9 %
Rendement vrije cashflow op geïnvesteed kapitaal, %	43,6 %
<b>Vrije cashflowrendement (FCF/EV), %</b>	14,7 %
<b>Netto financiële schulden op vrije cashflow (fs/FCF)</b>	-272,5 %
<b>Berekening waarde</b>	
Kost eigen vermogen (15)	15,0 %
Kost rentedragende schulden (16)	4,2 %
Gewogen kost kapitaal (17)	12,7 %
Rendement nettocashflow op EV + rentedragende schuld (18)	17,2 %
<b>Waarde per aandeel (19)</b>	25,10
<b>Koers/waarde</b>	0,84
<b>Verwachte groei, % (g=(EV/FCF-6,7)/0,5)</b>	0,22

Opmerking: voor de koers vullen we de uitoefenprijs (of 'strike') in van de putoptie die we schrijven (zie verder).

De kosten van de rentedragende schulden werd in tabel 1 berekend op basis van de werkelijk betaalde intresten tijdens het boekjaar tegenover de rentedragende schulden op het einde van het jaar (die trouwens bijna hetzelfde waren op het einde van het vorig boekjaar).

We voeren het volgende order uit:

OS 4 put CSCO juli 2014 21 aan 1,55 dollar (bid = 1,54; ask = 1,57)

Rekening houdend met de wisselkoers (0,732 EUR/USD) en de kosten (20 euro) krijgen we 433,84 euro. Dit betekent dat, indien we uitgeoefend zouden worden, we de aandelen krijgen voor 19,45 dollar (FCF rendement is dan groter dan 15%). Tegen deze prijs beschouwen we de 'margin of safety' zeer ruim.

Het kan nog op een andere manier bekeken worden: je riskeert 6148,8 euro (4 puts \* 100 aandelen/put \* 21 dollar/aandeel \* 0,732 EUR/USD) en je krijgt hiervoor 433,84 euro. Dit betekent een onmiddellijk rendement op het ingezet kapitaal van 7% en dit op een termijn van 7 maanden (of 12% op jaarbasis).

Je zou het aandeel ook rechtstreeks kunnen kopen. Gezien de ervaring met Valero Energie (koers ondertussen 46,58 dollar; eerste put geschreven op 21 dollar in januari 2012) en Microsoft is dit waarschijnlijk beter (grotere opbrengst mogelijk). Maar omdat ik mij geëngageerd heb om voor de portefeuille vooral Europese aandelen te kopen, wil ik posities op Amerikaanse aandelen beperken tot optieposities. Ook omdat opties op Ame-

rikaanse aandelen meestal interessanter zijn dan opties op Europese aandelen. En op die manier wat rendement te maken op de cashpositie van de portefeuille.

In tabel 2 geef ik de aangepaste cijfers van de aandelen in portefeuille.

In tabel 3 wordt de stand van de portefeuille op 6/12 weergegeven.

De cashpositie van de portefeuille is hoog en is altijd relatief hoog geweest. Dit omdat ik de markt (al sinds de start van de portefeuille: zie eerste artikel) in historisch perspectief eerder duur vind. Dit heeft gewogen op het rendement (maar heeft de schommelingen ook beperkt). Het voordeel is dat we veel munitie hebben om in te zetten als aandelen nog eens echt goedkoop worden. Het rendement op jaarbasis (21 maanden bezig) bedraagt nu 7,4%, in elk geval heel wat meer dan cash of obligaties tijdens deze periode opbrachten.



REDACTIE 8 DECEMBER 2013

## Tabel 2: gegevens aandelen 6/12/2013

Aandeel	Koers	FCF rend, %	fs/FCF	Piotroski	K/waarde	WPA 2013	K/W 2013
Miko	63,1	1,3	3,82	9 (1)	0,9	6,16	10,2
Sioen	8,45	12,7	2,3	8	0,65	0,65	13,0
Recticel	5,53	0,0	*	7	0,77	0,29	19,1
Vivendi	17,64	7,1	5,21	4	0,36	1,12	15,8
Cisco	21	14,7	-2,72	5	0,84	1,98	10,6
SIPH	52,77	7,5	0,14	6	0,57	0,75	70,4

Miko: fs/CFO: 0,34 t.o.v. 1,33 in 2011; fs: netto financiële schuld

Recticel: fs/CFO: 4

CSCO: WPA 2013: is schatting voor boekjaar eindigend juli 2014

Vivendi: nettoschuld/netto operationele cashflow: 1,9

## Tabel 3: portefeuille op 6/12/2013

Alle cijfers zijn in euro uitgedrukt

Aandeel	Datum in	A. Koers	aantal	H. koers	Rend	Waarde
Miko	18/03/2011	49,25	101	63,1	28,1 %	6373
Sioen	18/03/2011	6,2	807	8,45	36,3 %	6819
Recticel	18/03/2011	7,31	684	5,53	-24,4 %	3783
Vivendi	18/03/2011	19,23	266	17,64	-8,3 %	4692
Brederode	17/08/2012	21,5	233	25,77	19,9 %	6004
- 4 put CSCO juli 2014	21					
SIPH	15/02/2013	74,55	67	52,77	-29,2 %	3536
Startbedrag						50000
Waarde geïnvesteed bedrag						31207
Cash						25485
Totaal						56692
Rendement portefeuille						13,4 %
				18/03/2011	6/12/2013	Rend indexen
MSCI Europe				92,558	108,121	16,8 %
Belgian All Share Return Index				23747,4	31885,18	34,3 %
MSCI World				92,964	120,336	29,4 %